

Sri

# 化解流动性过剩：人民币对内不升息对外不升值

■人物志



华民：经济学博士，教授，复旦大学世界经济研究所所长。长期从事国际经济学、世界经济与中国研究的教学与研究工作。

◎华民

## 中国经济结构性问题而非货币问题是引致流动性过剩根本原因

目前，一种比较流行的观点倾向于把中国流动性过剩问题视为一个货币供给量问题，以为只要采取紧缩通货的货币政策，就可轻松地解决中国的流动性过剩问题。对此，我不敢苟同。

确实，在很多发达工业化国家中，导致流动性过剩的原因与货币供给失控有关。但是，在今天的中国，流动性过剩的问题并不是因为货币供给过多，而是在经济基本上发生了一系列结构性问题所造成的。更进一步的分析还表明，金融面上的货币供给过多并不是造成中国流动性过剩的真正原因，相反，它本身也是结果，因为正是由于中国经济中存在着大量的结构性问题，所以货币的供给就不可能得到真正的控制。

从统计数据来看，中国经济增长的结构是严重失衡的。对中国经济增长作出主要贡献的是投资和出口，而本国居民消费支出占GDP的比重不到40%。这种结构性失衡可以简单地概括为“内需不足”。现在的问题是，中国的内需为何会不足，对此，我们大致可以从以下几个方面加以分析。

第一，中国是一个低收入发展中国家，由于人均收入水平尚低，还未进入群众大规模消费阶段，而经济增长的速度又因为中国正好处在经济起飞阶段而长期保持在高速增长状态，所以需求相对于供给而言总是过于偏小。

第二，中国的内需不足，不仅与中国经济发展处在经济起飞与高速增长期有关，而且还与中国居民过高的储蓄倾向有关。除了受到传统文化（节俭被认为是一种美德）的影响之外，中国居民过高的储蓄倾向还与国家公共品供给不足以及金融体系改革滞后所造成的资产滥用有关。

由于政府在社保、医保和教育等公共品的生产上投入不足，就必然会引导居民被迫减少私人消费品的购买而增加公共品消费支出。

再从欧拉消费平滑的方程式来看（本期消费+本期投资= [下期消费+下期资产] / 贴现率），由于中国的金融体系改革滞后，经常会发生滥用居民资产的情况，只要居民当期的资产被滥用了，那么下期的资产和消费支出

就必然下降。于是，居民就只有通过进一步减少本期的消费、增加本期的投资或者储蓄来维持下期的体面的消费水平，结果内需就被进一步挤出了。

至此，我们不难看出，今天中国居民过高的储蓄其实在很大的程度上是强迫的，并且主要是由结构性的原因所造成的。正因为如此，对于今天中国的高储蓄仅仅采用总量调整的方法是无效的。

由于中国内需不足，再加上投资旺盛、经济高速增长，于是就会产生内生性的出口。所谓内生性的出口，就是出口不是源于外部世界的需求，而是因为出口国的需求不足、生产过剩。更为重要的是，由于中国经济并未最终完成从计划经济向市场经济的转型，中国微观企业制度的改革至今没有实现真正的突破，从而导致了中国企业要素的高度匮乏，结果是中国缺少有国际竞争力的企业和品牌。于是，中国的出口（贸易）又不得不采取了以加工贸易为主的贸易模式，而加工贸易在本质上就是一种顺差贸易，所以在中国国际收支的经常项目下就不可避免地出现了大量的顺差。

沿着以上的逻辑，我们还可以发现，因为中国企业制度改革至今没有根本性的突破，再加上在中国历史上没有真正完成过资本的原始积累，以致不得不通过引进外商直接投资（FDI）来推动中国的经济增长，而这也又不可避免地造成了中国国际收支资本项目下的大规模顺差。

在中国资本项目尚未开放，并且仍然存在外汇管制的情况下，所有进入中国的外汇，不管是来源于贸易经常项的顺差、还是来源于资本项顺差，都会成为中国中央银行的资产，在中国中央银行冲销手段有限的情况下，就只有通过增加货币发行来平衡中央银行的资产与负债。于是，就产生了中国因为货币外汇占款发行而造成的流动性过剩。

## 采取人民币对内不升息、对外不升值政策组合：破解流动性过剩风险

中国的流动性过剩已经开始影响到中国宏观经济的健康发展，这已经成为不容置疑的事实。为了防止流动性过剩可能带来的冲击和危机，我们必须不失时机地采取正确的政策措施予以化解。但是，问题就在于采取什么样的政策措施才是正确的？为了回答这个问题，我们首先有必要对现行的政策措施加以研判。

从当前的实际情况来看，中国政府面对流动性过剩所采取的政策大致可以归结为对外人民币升值、对内人民币加息（也包括提高央行准备金率）的政策组合。其中，升值是为了改变支出结构、减少贸易顺差、间接地减少货币的供给；加息则是为了直接减少国内的货币供给。但是，这样的政策在中国并不能达到预期的政策效果，对此我们可以具体分析如下。

首先，我们来看一下人民币升值的效应。事实已经表明，自2005年人民币步入升值轨道以来，中国的贸易顺差不仅没有减少，反而显著地增加了，造成这种情况的原因大致有二：第一，由于中国存在大量的失业人口，这就决定了工资必定是有弹性的。当人民币升值而导致中国低成本商品的出口价格提高时，企业就可以通过降低名义工资来维持有竞争力的出口价

## 流动性过剩已成为影响当前中国经济健康发展的一个主要问题。从历史上看，如果处理不好流动性过剩问题，这通常会引发金融危机或经济危机，并导致经济增长的中断。因此，我们必须高度重视中国的流动性过剩问题，并采取正确的方法来加以调控，以保证中国未来经济的可持续发展。

格。结果是尽管人民币的名义汇率升值了，但实际汇率却会因工资水平下降而贬值，从而导致中国的贸易顺差不仅没有减少，反而进一步增加了；第二，由于中国的贸易模式以加工贸易为主，所以人民币升值同样不能达到减少贸易顺差的作用。因为，升值在导致出口价格提高的同时，也使得加工贸易所必需的投入品与中间品的进口价格相应地下降了，这正好与由人民币升值带来的进出口价格变化相互对冲，使加工贸易的流量保持不变，甚至按照其惯性而自动趋于增加，考虑到加工贸易在本质上属于顺差贸易。因此，即使人民币升值，也无法改变贸易顺差持续增加的趋势。

由于人民币升值并不能够达到减少贸易顺差的目的，在资本项目又未开放的情况下，决定了中国的外汇储备的增加会产生两大效应：一是固定汇率制度下必定会造成升值预期效应；二是因中国央行的冲销手段有限、外汇强行结售等造成货币供给增长效应。在这两大效应的作用下，中国的央行在控制基础货币供给量方面的作用是非常有限的。

为了控制货币供给总量的过快膨胀，央行有理由对商业银行的信用创造活动加以选择，于是加息就成为了一种必然的选择。但是，在银行存款的实际利率为负与人民币升值预期的共同作用下，加息的后果只能是产生更多的流动性，并导致资产价格的快速上涨，直至引致金融泡沫。

其中的道理就在于：第一，在国际资本流入中国的渠道不可能被完全监管的情况下，人民币升值和升值会诱使更多的境外投机资金进入而导致流动性增加；第二，由于贸易品的价格是外生地决定的，所以贸易品的价格受人民币升值的影响相对很小。但是，正是因为贸易品的价格受汇率变动的影响较小，国际投机资金流入造成的流动性增加就只能流入资产市场获利，并可能推动资产价格在短期内迅速上涨；第三，从国际经验来看，只要一个国家出现国际投机资金大量流入而导致资产价格上涨的情况，那么投资资金就会倾向于撤离，因为资产价格的上涨会提高产业投资的成本。然而，当投资资金不断被投机资金所替代时，那么经济的基本面就会趋向于恶化。于是，资产价格上涨就会缺少经济基本面的支持而变为一种不可持续的泡沫，一旦发生这种情况，国民经济很可能会发生源于泡沫破灭的金融危机。

由上可见，在中国既有大量过剩

劳动力、又缺乏足够投资工具的情况下，管理当局采取人民币升值加息的政策组合可能不是一种有效和安全的调控政策。

现在的问题是，假如从今天中国所面临的实际情况出发，我们不能采取目前这样的宏观经济政策组合来消除导致中国宏观经济不稳定的流动性过剩问题，那么还有没有其他更好的政策、或者政策组合来解决中国目前所面临的流动性过剩这个难题呢？

在我们看来，当务之急是要先控制住国际投机资金的流入，从源头上拦截住流动性的供给来源。为此，比较可行的方法应当是采取人民币对内不升息、对外不升值的政策组合。因为，只有这样做才能消除人民币的升值预期，进而阻止境外投机性套利资金进一步流入。从长期来看，应当采取积极的结构性改革方法来解决内需不足问题，借以达到减少出口和贸易顺差、控制源于外汇结售而导致的货币供给增加之目的。

接下来需要讨论的问题是，假如人民币不升息和不升值，那么我们将如何来面对国内货币供应量增加、通货膨胀和国际贸易摩擦不断增加等内外经济失衡的问题呢？

其实，从货币政策角度来看，控制货币供应量原本就可以采取价格调整的数量调整两种不同的方法。所谓价格调整就是升息，所谓数量调整就是提高准备金，考虑到中国现行的体制特征，我们还可以通过银监会的窗口指导政策对增长过快的经济部门采取行政指导性的紧缩政策。如前所述，作为价格调整的人民币升息会诱使境外投机资金流入套利，从而导致流动性增加，结果不仅不能起到缩减流动性的目的，反而会导致更多流动性泛滥。相反，假如采取数量调整的方法，不仅可以起到减少货币供应量的目的，而且又因境内外利差维持不变而起到遏制境外投机资金流入之目的。所以，结论应当是明确的，在今天存在大量结构性问题的中国，数量调整显然要优于价格调整。

现在，我们再来进一步分析，假如人民币不升值是否有可以替代的方法来解决由贸易顺差持续增加而带来的流动性冲击问题？从世界经验来看，贸易摩擦最终无非是通过以下两种方式来加以平息的：要么是“打汇率战”，要么是“打贸易战”。从这两种不同的解决贸易摩擦的方法来看，打贸易战要优于打汇率战。

理由可以分析如下：第一，打汇率战是总量调整，打贸易战是结构调整，前者造成的福利损失要大于后者，

因为总量调整产生的是系统性风险，而结构调整则有助于经济基本面之改善；第二，在当今中国外汇储备仍在快速增长时，打汇率战一定会出现单边升值趋势，从而难以打破投机资金对人民币升值的预期，也难以控制境外投机资金的流入与流动性的增加。但是，打贸易战就不同了，它可以让那些出口过度、受到国际制裁的产业部门在国际社会反倾销的压力下做出实质性调整，从而达到真正改善中国经济增长结构的目的；第三，再从动态角度来看，打贸易战可以产生“干中学效应”。如果坚持人民币汇率小幅升值的做法，那么就会因流动性持续增加而产生经济泡沫，并导致系统性风险增加；第四，中国已经成为WTO的正式成员，从而可以大大降低参与国际贸易战的成本。但是，考虑到中国外汇储备的很大部分来源于外商直接投资和外商在华投资生产出口品而赚取的外汇之结余，所以中国参与汇率战事实上难以得到经济基本面的支持。

假如中国能够采取以上的政策组合来控制住流动性创造的源头，接下来的问题就是要想方设法来疏导已产生的过剩流动性，尽可能地避免其可能带来的对经济基本面的冲击。

毫无疑问，阻止过剩流动性进入房地产市场是正确的举措。因为，房价和地价的过快增长不仅会提高全社会商务成本，而且还会导致居民负债增加而产生消费挤出效应，这显然是不利于维持经济可持续发展的。

相比之下，将过剩流动性导入资本市场则是有利可图的。因为，对以间接融资为主的中国金融体系来说，这恰好是推动其进行结构调整的一个战略性机遇。从国际经验来看，以股权融资为主的国家经济增长长期看要好于以银行融资为主的国家，其理由也是股权融资有利于企业家成长、企业创新及为企业带来自有资金。与此同时，为防止资本市场出现泡沫，就应当改革现行的股票发行制度，尽可能增加股票供应量。简单地讲，就是放松政府管制，加强市场监管。其政策含义就是把掌握在政府手中的上市的审批权转交给市场，政府退出市场、真正承担起对市场的监管职能。

为了从根本上解决流动性过剩的问题，仅有短期调整是不够的，还必须通过长期的结构性改革来加以配合。根据上文的分析，导致流动性过剩的长期因素主要是中国因内需不足所造成的内生性问题、缺乏企业家，造成了以加工贸易为主的贸易模式及吸引外商直接投资的开放政策。因此，长期的结构性改革应当以创造内需与改革微观的企业制度为重点。

创造内需的基本方法是：第一，坚定不移地走城市化工业化的发展道路，借以提高全民收入水平；第二，改变国民收入初次分配过于向政府与企业倾斜的倾向，通过减轻赋税和增加企业盈利分红的措施来增加居民的支配收入；第三，增加政府的教育支出，通过提高全民素质和劳动生产率来保持居民工资水平的长期增长。总结国际经验和国内企业制度改革成功与失败的经验，民营化应当是中国企业改革的基本取向。因为民营化至少具有以下两个好处：第一，可以为中国本土企业家的崛起创造一个舞台；第二，可以促进政府职能的转换，实现整个社会的专业化分工，提高整个社会的治理水平与运行效率。

■看点

●在今天的中国，流动性过剩的问题并不是因为货币供给过多，而是因为经济基本上发生了一系列结构性问题所造成的。更进一步的分析还表明，金融面上的货币供给过多并不是造成中国流动性过剩的真正原因，相反，它本身也是结果，因为正是由于中国经济中存在着大量的结构性问题，所以货币的供给就不可能得到真正的控制。

●由于中国的金融体系改革滞后，经常会发生滥用居民资产的情况，只要居民当期的资产被滥用了，那么下期的资产和消费支出就必然下降。于是，居民就只有通过进一步减少本期的消费、增加本期的投资或者储蓄来维持下期的体面的消费水平，结果内需就被进一步挤出了。其实，当今中国居民过高的储蓄在很大的程度上是强迫的，并且主要是由结构性的原因所造成的。

●目前，中国政府面对流动性过剩采取了对外人民币升值、对内人民币加息（也包括提高央行准备金率）的政策组合。升值是为了改变支出结构、减少贸易顺差、间接地减少货币的供给；加息则是为了直接减少国内的货币供给。但是，在中国既有大量过剩劳动力、又缺乏足够投资工具的情况下，这种政策组合可能不是一种有效和安全的调控政策，也没有达到预定的政策效果。

●解决目前中国的流动性过剩问题，当务之急是要先控制住国际投机资金的流入，从源头上拦截住流动性的供给来源。比较可行的方法应当是采取人民币对内不升息、对外不升值的政策组合。另外，在目前中国存在大量的经济结构性问题，数量调整（提高准备金或窗口指导政策）显然要优于价格调整（升息）。而替代人民币升值的有效方法是通过打贸易战，以达到真正改善中国经济增长结构的目的。

■编余

流动性过剩问题是当前中国经济所面临的一大严峻问题，如何有效地解决这一问题，也为社会各界所高度关注。

对此，国内资深专家华民博士透过对中国流动性过剩问题产生的根源分析后指出，这一问题并不是一个货币供给问题，而是由当今中国经济的结构性问题所引致的。据此认为，目前中国所采取的政策组合（对外人民币升值、对内人民币加息）已证明是难以有效解决流动性过剩问题的。相反，根据当前中国经济的实际情况，他提出了中国应当采取“人民币对内不升息、对外不升值”的政策组合，并详尽地论述了采取这一政策组合的理由及作用。这是非常有启发性的。

不固守于灰色理论的限制，将传统的经济学理论融合到对中国的实际情况的分析中，华民博士拓展了对当今中国流动性过剩问题产生之原因、解决之道等深度分析，显示了其深厚的理论功底与洞悉中国国情的扎实眼力。这是一篇值得读者细细细读的文章。

当然，作者的一个观点值得我们注意，将过剩流动性导入中国资本市场。因为，国际经验表明，以股权融资为主的国家经济增长长期看要好于以银行融资为主的国家，股权融资有利于企业家成长、企业创新及为企业带来自有资金。对于过剩流动性流入是否会导致资本市场出现泡沫问题，他认为应在改革现行股票发行制度的前提下，尽可能增加股票供应量，以防止资本市场出现泡沫。从这个角度分析，过剩的流动性对中国而言是一个战略性机遇，将有助于推动中国的经济结构调整。

——亚夫

# 国际经验：流动性过剩失控会引发金融风险

◎华民

流动性过剩曾经给很多国家带来过不幸，因为它在一定条件下会引发金融危机、甚至经济危机，从而使得正常的经济增长被迫中断。

流动性过剩首先意味着货币的供给已经超过了本国居民消费和企业投资者的需要。在这种情况下，假如消费者或者企业家仍然把这些过剩的货币供给用于消费或者投资，那么就会产生消费效用递减或者投资报酬递减的后果。

为了避免这样的后果发生，人们就会把过剩的流动性用于与预期高度相关的资产投资，这样做的结

果不仅会导致资产价格的上涨，更为重要的是还会形成资产价格的上涨预期，结果最初纯粹的投资行为就会慢慢地演变成对资产进行投资和投机的行为。

对资产进行投资和投机行为的进一步分析表明，由于投机者通常是借助于财务杠杆从事市场的投机活动，他们对资产市场价格的敏感性要高于主要依靠自有资金进行投资的当事人。因此，只要资产价格发生微小的变化，就会引起投机者非常激烈的反应，并产生助涨或者助跌的冲击。所以，只要有大量投机者参与到资产市场，一旦投机过度造成泡沫破灭时，必定会发生资产价格暴跌的金融危机或经济

危机。

那么，流动性过剩为什么必定会造成资产价格泡沫，在什么情况下又会引致泡沫破灭的危机呢？流动性过剩通常总是伴随着通货膨胀。因为在实际经济部门中资本供给过剩造成产业投资报酬递减、银行存款的实际利率可能为负的情况下，把过剩的资金投向资产市场是比较有利可图的。而且，过剩流动性的存在本身也会产生价格上涨的预期，这种预期会因投资与投机的增量资金流入而不断地自我加强。发生在资产市场上的这种自我加强的价格上涨所产生的经济后果只能是经济泡沫化。

当然，泡沫是不可持续的，那么

泡沫在什么情况下最有可能走向破灭呢？在这里大致有两种可能的情况：

第一，政府管理当局政策不当，人为捅破泡沫，就有可能爆发泡沫破灭的金融或经济危机；

第二，当资产价格严重背离其价值时，及资产的金融面严重背离基本面时，只要流动性的增加赶不上资产价格的上涨速度，虚高的资产价格再也无法上涨时，又有投机者想要套现并退出不能继续上涨的资产市场时，就可能爆发由羊群效应造成的金融危机。

泡沫破灭意味着现金流的丧失。在开放经济环境下，现金流的丧失通

常是通过资本外逃这一渠道流失的。因为在资产价格暴跌的情况下，唯有持有可以保值的外国资产才是安全的。伴随着资本外逃而来的自然是本币贬值，于是就会发生由本币大幅贬值引起的金融危机。当本币大幅贬值时，为了稳定金融，货币当局只有通过升息来维持本币价值，于是产业投资的成本就会提高，利润就会下降。这样，资产价格的泡沫破灭、资本外逃所造成的金融危机又会进一步传递到实际经济部门，并造成遍及整个社会的经济危机。

由上可见，一个国家一旦发生流动性过剩、并且失去控制时，就有可能带来灾难性的后果。